

Instituto de Economia/IE
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas/CCJE
Universidade Federal do Rio de Janeiro/UFRJ

Curso de Graduação de Ciências Econômicas

As causas da crise financeira de 2007-2008.

Aluno: Daniel Lorenzo Mendes

Orientador: Antonio Luis Licha

Rio de Janeiro, Março de 2010

Sumário

Resumo	1
1. Introdução	2
2. “Re(gu)lações” com o Passado.....	5
3. Os Anos de Bonança	9
3.1. O Reaquecimento do Setor Imobiliário	10
3.2. Juros Baixos e Muitos Recursos.....	15
4. A Crise e as Inovações Financeiras	20
5. Cuidado! Bancos à Solta.....	25
6. Os Ciclos Econômicos e a Crise Atual	28
6.1. Correntes, Abordagens, Tipos e Fases – A Teoria dos Ciclos	28
6.2. A Crise como uma Onda.....	30
7. Conclusão – Ciclos e Mais Ciclos	35
8. Referências Bibliográficas.....	39

Resumo

Esse trabalho é uma monografia de encerramento do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Seu objetivo foi apresentar uma resenha sobre a crise econômica global, cujo início pode ser identificado no ano de 2007, mas cujo final ainda não se sabe quando, efetivamente, ocorrerá. Nesse trabalho, foram identificadas algumas das principais causas desse colapso, como a desregulação do sistema financeiro americano, a manutenção de baixas taxas de juros pelo FED entre 2001 e 2004, a entrada maciça de recursos externos nos EUA, a disseminação de modernos instrumentos financeiros, a ideologia política que permitiu o enfraquecimento da supervisão bancária e o movimento cíclico das economias. Além de buscar explicações para a crise, essa monografia mostra a relação entre o fenômeno atual e aquele que atingiu a economia mundial nos anos 1930. Por fim, apresentam-se os diversos ciclos que estão envolvidos no fato analisado, ciclos estes que superam em muito a pura oscilação e alternância das atividades produtivas e financeiras.

1. Introdução

Em março de 2007, quando perdas gigantescas foram anunciadas por dois fundos de investimento imobiliário dos EUA (EICHENGREEN, 2008b), era inimaginável que uma das maiores crises econômicas do mundo contemporâneo estava sendo anunciada. Na verdade, com exceção de poucas vozes em todo o mundo, a crença geral ainda era de que a economia global experimentava um bom momento e continuaria crescendo. Alguns, mais eufóricos e confiantes na capacidade dos mercados se auto-regularem, chegavam até a cogitar a perpetuidade do crescimento mundial e contestavam as teorias que propunham um movimento cíclico para as atividades produtivas e financeiras mundiais.

Pouco tempo depois, entretanto, ficou evidente que as perdas do *Accredited Home Lenders Holding* e do *New Century Financial* (EICHENGREEN, 2008b) não eram eventos isolados. O resgate do banco inglês *Northern Rock*, cujas atividades estavam concentradas no mercado imobiliário, pelo governo daquele país, em setembro de 2007, mostrou que os problemas do sistema financeiro não eram pequenos e não estavam restritos às organizações norte-americanas.

Complementando a onda de más notícias, em março de 2008, o *Bear Sterns*, um dos maiores bancos de investimento do mundo, foi vendido às pressas para o *JPMorgan Chase*, numa tentativa desesperada do governo norte-americano de evitar o surgimento de uma crise sistêmica. Apesar dos esforços, porém, o pior ainda estava por vir e a falência do *Lehman Brothers*, em setembro daquele ano, provocou um verdadeiro caos no mercado financeiro global, com a maxidesvalorização de diversos ativos das carteiras das instituições e o congelamento do mercado interbancário, o que multiplicou os efeitos negativos da crise.

Diante desse quadro, inimaginável pouco tempo antes dos casos narrados, os efeitos da crise no mercado real passaram a ser sentidos e diversas empresas experimentaram resultados negativos, reduziram suas projeções e tiveram de cortar o número de funcionários, o que

provocou grande aumento do desemprego. Simultaneamente, diversas perguntas começaram a ser feitas. O que teria provocado essa crise? Por que não se pôde evitá-la? E uma das mais importantes: como agir para impedir que ela volte a atingir a economia mundial no futuro?

As análises minuciosas mostram ser impossível identificar uma única explicação isolada para o fenômeno. Na verdade, uma série de fatores interligados contribuiu para a ocorrência da crise. Essas razões levam-nos de volta à grande depressão dos anos 1930, o que demonstra a complexidade da situação enfrentada atualmente. Logo após aquela que é encarada como a mais grave crise econômica mundial de todos os tempos, uma série de instrumentos regulatórios foi adotada nos EUA, garantindo uma supervisão eficaz sobre o sistema financeiro e impedindo que as instituições daquele país tivessem liberdade de atuação.

À medida que as lembranças foram ficando esquecidas na memória, entretanto, os bancos norte-americanos passaram a pressionar o governo para que a regulação fosse reduzida, o que foi sendo atendido gradativamente (EICHENGREEN, 2008b). Com isso, a concorrência no mercado dos bancos comerciais e de investimentos nos EUA cresceu fortemente e diversos novos instrumentos financeiros foram criados. As novas ferramentas e a crescente desregulação permitiram que as instituições alavancassem-se fortemente e utilizassem capitais de curtíssimo prazo para se financiar (BORDO, 2008), o que elevou significativamente os riscos das operações.

Além desses fatores, a situação macroeconômica norte-americana também contribuiu significativamente para a eclosão da crise. O corte nos juros do *Federal Reserve* – FED em 2001 para combater a recessão decorrente do estouro da bolha das empresas de alta tecnologia e dos ataques de 11 de setembro aumentou significativamente a atividade econômica. De 2001 a 2004, a taxa foi mantida em patamares baixos, o que contribuiu para a expansão do crédito e o endividamento da população (EICHENGREEN, 2008b). Quando os juros

começaram a subir, em 2005, a inadimplência acompanhou-o, algo que, como será visto, foi uma das causas da crise.

A Teoria dos Ciclos, que costuma ser perigosamente esquecida nas fases de bonança e euforia, também auxilia a explicar o colapso do sistema, descrevendo e prevendo movimentos oscilatórios. Os estudos de Minsky contribuem significativamente para isso ao relacionar a ciclicidade econômica às posições adotadas pelos agentes e à redução da aversão ao risco das instituições ao longo do tempo (DEOS, 2008). Além disso, a intrínseca relação do sistema habitacional com os ciclos estudados (LEAMER, 2007) facilita a compreensão das causas dessa crise.

Ricupero (2008) também contribui de maneira significativa para explicar a crise, ao analisar as idéias por trás de importantes movimentos no mercado internacional. Como será trabalhado, o autor apresenta uma visão diferente, que tenta identificar as causas mais profundas do fenômeno estudado, fugindo dos sintomas e indo às raízes ideológicas do problema.

Nesse trabalho, tentar-se-á compreender de maneira abrangente a crise econômica eclodida entre 2007 e 2008. Inicialmente, serão listadas e explicadas as causas sintomáticas diretas do fenômeno. Então, apresentar-se-á o ponto de vista de Ricupero (2008) e se analisará a relação dos ciclos econômicos com o colapso financeiro, incluindo-se um referencial teórico sobre o tema.

Por fim, uma conclusão será adicionada. Nessa parte final, o autor exporá sua opinião sobre a crise e apresentará os ciclos que, em sua opinião, estão envolvidos nesse processo, indo além da ciclicidade de negócios. Porém, vale salientar que o objetivo deste trabalho, cujo formato é próximo ao de um ensaio, é fazer um levantamento de eventos e apresentar algumas análises do tema, sem ter, assim, o compromisso com uma hipótese central definida.

2. “Re(gu)lações” com o Passado

Os atuais problemas econômicos mundiais também são um exemplo da semelhança entre o passado e o presente e da inabilidade humana em aprender com os erros de nossos antecedentes. Para defender essa idéia, é importante relembrarmos o contexto em que se deu a grande depressão dos anos 1930. Naquela época, o sistema financeiro americano era dominado por grandes conglomerados, que reuniam bancos comerciais e de investimento. Enquanto aqueles eram geridos por indivíduos com maior aversão ao risco, estes o eram por gestores mais gananciosos e dispostos a assumi-los (EICHENGREEN, 2008b). Empregando os baratos capitais dos braços organizacionais comerciais e aproveitando o momento de euforia na economia americana, os bancos de investimento realizaram diversas atividades especulativas. Quando a bolha estourou, houve uma grande corrida às agências por parte dos clientes, visto que seus recursos estavam ameaçados pelas grandes perdas dos conglomerados. Isso disseminou o pânico e uma profunda crise sistêmica instaurou-se.

Para piorar a situação, as idéias clássicas de liberalismo e auto-regulação econômica ainda eram vistas como verdades absolutas. Em função disso, o controle e supervisão estatais sobre o sistema eram mínimos, o que impediu a tomada de medidas profiláticas por parte das autoridades americanas. Dessa forma, sem uma regulação forte sobre as instituições, os riscos tornaram-se muito elevados e quando os preços dos ativos começaram a despencar e a corrida aos bancos teve início, já era tarde demais.

A solução para esse problema foi implementada durante a década de 1930 junto de outras medidas intervencionistas governamentais. Em 1933, foi promulgado o *Glass-Steagall Act*, que separou os braços comerciais e de investimento das instituições financeiras (BORDO, 2008). Dessa forma, o sistema foi fragmentado, evitando-se o uso dos depósitos à vista para atividades especulativas. Além disso, data da mesma época a *Regulation Q*, que impôs tetos às taxas remuneratórias pagas pelos bancos e estabeleceu a proibição de

remuneração aos depósitos em conta correntes (FRIEDMAN, 1999). Dessa forma, as atividades das instituições financeiras tornaram-se bastante restritas, em virtude da redução dos capitais disponíveis para a realização das operações e da dissolução dos conglomerados bancários.

No entanto, à medida que as lembranças da crise foram sendo esquecidas (EICHENGREEN, 2008b) e a economia mundial se desenvolvia, o setor financeiro norte-americano passou a pedir maior liberdade de atuação. Como foi observado por Ricupero *et al*, o poder dessas instituições cresceu fortemente ao longo dos últimos anos, assim como a pressão exercida por elas sobre o governo dos EUA. Por essa razão, a regulação sobre o setor começou a afrouxar gradativamente. Nos anos 1970, as taxas cobradas para corretagem de ações, que haviam sido fixadas anteriormente, foram liberadas e, na década de 1980, foi a vez da *Regulation Q* ser revogada, alimentando o sistema com novos recursos e incentivando a concorrência entre as instituições pelos depósitos dos clientes (EICHENGREEN, 2008b). Por fim, no final da década de 1990, as restrições do *Glass-Steagall Act* sobre a associação de braços comerciais e de investimento das instituições financeiras foram superadas.

É importante ressaltar que todas essas medidas foram tomadas em uma época muito benéfica para a economia americana, que cresceu a uma taxa média de 3% de 1972 a 2006 (LEAMER, 2007). Dessa forma, as instituições puderam diversificar suas atividades e expandir o crédito nas mais diversas formas, o que também contribuiu para a expansão dos EUA.

Um problema, porém, foi a grande loucura que se tornou o sistema financeiro norte-americano. A liberação das taxas de corretagem afetou diretamente os bancos de investimento, que tinham nelas uma importante fonte de receita. Posteriormente, a revogação dos tetos sobre os depósitos financeiros fez com que os bancos comerciais entrassem numa árdua concorrência e os fizessem procurar novas formas de investimento (EICHENGREEN,

2008b). Com o fim do *Glass-Steagall Act*, os bancos comerciais puderam adentrar no mercado de investimentos, “roubando” das organizações daquele setor seus últimos privilégios (as corretagens já haviam sido flexibilizadas).

Para sobreviver, os bancos de investimento tiveram de elevar sua alavancagem e passaram a se financiar com fundos de curtíssimo prazo do mercado interbancário. Para atender a essa demanda, os bancos comerciais tinham larga oferta de capitais, visto que precisavam encontrar uma forma de remunerar os depósitos dos clientes (EICHENGREEN, 2008b). Além disso, aquelas instituições começaram a desenvolver novos instrumentos financeiros para oferecer aos seus clientes. Nesse contexto, nasceram os *Collateralized Bond Obligations* (CBOs) nos anos 1980 e os *Asset-Backed* e *Mortgage-Backed Securities* e *Commercial Papers* (SOBREIRA, 2008), nos anos 1990, que serão explicados posteriormente.

Segundo Eichengreen (2008b), não se pode culpar as mudanças regulatórias pela crise. É mais do que justo que as taxas de corretagem sejam flexíveis, o que beneficia diretamente os pequenos investidores. Além disso, limitar as remunerações dos depósitos bancários é um contra-senso, pois prejudica os correntistas, que foram claramente beneficiados pelo fim dessa legislação. O problema, no entanto, são as consequências perversas de todas essas mudanças para os bancos de investimento. Obviamente, é uma opção dessas organizações elevar seus riscos e alavancagem para manter seus níveis anteriores de lucros. Entretanto, a interligação do sistema aumentou significativamente com a redução dos controles governamentais. Todas as instituições formavam uma rede de dependência em função do mercado interbancário e dos instrumentos derivativos criados, que transferiam riscos entre os bancos de diversos países.

Esse fortalecimento dos laços, entretanto, não foi acompanhado pelos mecanismos de supervisão bancária. Em função disso, os bancos de investimento, que estavam cada vez mais conectados a outras instituições financeiras, permaneceram fora da zona de controle dos órgãos de fiscalização norte-americanos (EICHENGREEN, 2008b). Dessa forma, a regulação

permaneceu adequada para um sistema financeiro segmentado, algo que se tornou incoerente com a nova realidade após a revogação do *Glas- Steagall Act*.

Em vista disso, o que se viu foi uma aceleração na “reconglomerização” do sistema financeiro dos EUA, com bancos comerciais criando novos braços de atuação e bancos de investimento diversificando cada vez mais suas atividades. Apesar disso, estes últimos permaneceram fora da “rede de regulação” (EICHENGREEN, 2008b, p. 3). A verdade é que a atualização do sistema de supervisão foi mais lenta do que a atuação dos bancos, que agiram rapidamente para aproveitar as oportunidades sem serem importunados por mecanismos de controle governamentais.

O que se pretendeu mostrar nessa parte do trabalho foi a intrínseca relação entre a crise atual e a grande depressão, no que se refere ao ciclo de enfraquecimento-fortalecimento-enfraquecimento dos mecanismos de controle e supervisão bancária. Obviamente, essa não foi a única razão para o atual colapso, havendo outras causas que serão estudadas a seguir.

3. Os Anos de Bonança

A análise dos ciclos econômicos mostra que, para haver uma crise e uma depressão, é necessário que, antes, haja um período de expansão e prosperidade. Na crise econômica estudada não foi diferente. Os anos que a precederam foram muito positivos para as atividades produtivas e financeiras mundiais. Com exceção de alguns colapsos em países emergentes, em decorrência dos problemas nos seus balanços de pagamentos, e de uma rápida recessão em 2001 nos EUA, em função da crise das empresas ponto.com e dos ataques terroristas de 11 de setembro, desde os últimos anos da década de 1990 até, aproximadamente, 2006, a economia mundial experimentou um período de grande prosperidade.

Como será analisado, mesmo os problemas citados anteriormente (bolha das empresas de alta tecnologia e dificuldades dos emergentes) contribuíram para o estouro da crise atual, visto que as respostas monetárias dadas a eles pelo governo americano incentivaram o crescimento econômico posterior de maneira exacerbada.

Dentro desse contexto de boom produtivo e financeiro, alguns fatores merecem destaque especial: o reaquecimento do setor imobiliário, por meio da expansão do crédito *subprime*, as baixas taxas de juros mantidas pelo Federal Reserve e a injeção maciça de recursos estrangeiros na economia norte-americana, provenientes majoritariamente da China. Todos eles estão conectados e impulsionaram a subida do ciclo atual, como será analisado a seguir.

3.1. O Reaquecimento do Setor Imobiliário

A atual crise econômica mundial está diretamente relacionada ao mercado imobiliário norte-americano. Esse setor experimentou um crescimento astronômico no início dos anos 2000 e agora, com a explosão da inadimplência, pode ser considerado a “faísca necessária para que o incêndio fosse iniciado”. Para entender a relação desse setor com a crise, entretanto, mais uma vez precisaremos voltar ao passado para compreender as causas da exorbitante expansão imobiliária dos EUA.

Durante a década de 1980, a inflação nos Estados Unidos estava em níveis elevados e, para combatê-la, o Federal Reserve adotou fortes políticas monetárias (CARDIM DE CARVALHO, 2008). A taxa de juros norte-americana chegou a 19% ao ano em julho de 1981 e encerrou a década na casa dos 9% ao ano (*Federal Reserve*, 2009). Isso chegou a ocasionar uma recessão no início dos anos 1990, mas essa medida é considerada por muitos como a responsável pela baixa inflação americana nas décadas de 1990 e 2000.

Em função do controle do índice de preços, o FED pôde aplicar uma política de juros baixos, em torno de 5% ao ano, até o primeiro trimestre de 2001. Dessa maneira, garantiu-se um sólido crescimento da economia real americana, a qual puxou consigo o restante do mundo globalizado. Nesse período, entretanto, os ganhos dos bancos no mercado dos EUA eram limitados, em função das baixas taxas de juros praticadas. Por essa razão, as instituições passaram a buscar novas possibilidades, que trouxessem retornos melhores. Nesse contexto, os mercados emergentes configuravam-se como uma boa oportunidade.

Países como o México, o Brasil, a Rússia e os Tigres Asiáticos necessitavam de recursos para equilibrar seus déficits e ofereciam boas taxas de remuneração. Entretanto, também eram mais arriscados, o que ficou comprovado pelas seguidas crises de balanços de pagamentos (CARDIM DE CARVALHO, 2008). Além desse fato, a demanda desses países por recursos estava abaixo da oferta originada no sistema norte-americano. Em função disso,

ficou claro que as instituições bancárias dos EUA precisariam encontrar outro mercado para injetar seus capitais excedentes.

O setor habitacional americano poderia absorver grande parte dos recursos excedentes. No entanto, ele é “essencialmente maduro, de crescimento relativamente lento, especialmente depois que a população americana começou a envelhecer” (CARDIM DE CARVALHO, 2008, p. 2). Em função disso, para conseguir ganhos nesse segmento, seria necessário descobrir uma nova maneira de aplicar os recursos, visto que a expansão setorial era baixa e não poderia trazer ganhos significativos. É nesse contexto que ocorre a expansão do famoso crédito *subprime*.

As instituições financeiras concluíram que o único jeito de expandir o mercado imobiliário seria reduzindo suas exigências em relação aos tomadores. Antes, fazia-se uma análise minuciosa das condições financeiras e do histórico dos adquirentes. Isso, porém, impedia que muitos dos demandantes obtivessem crédito por não reunirem as condições necessárias para tal, segundo as regras em vigor. Para solucionar esse problema e aplicar os capitais ociosos do sistema, os bancos expandiram as linhas de crédito imobiliário *subprime*. Dessa forma, pessoas sem emprego fixo, sem a renda mínima exigida e sem patrimônio de garantia passaram a contratar altos financiamentos de longo prazo.

Isso seria duplamente benéfico para as instituições, pois elas poderiam aplicar os recursos ociosos que detinham e cobrariam taxas de juros mais elevadas, em função do maior risco inerente ao negócio de crédito *subprime* (CARDIM DE CARVALHO, 2008). No entanto, ainda restava um problema: como seria possível realizar efetivamente essas operações?

Sendo de alto risco, esses empréstimos teriam classificações muito baixas, o que demandaria elevadas provisões contra perdas futuras. Em decorrência disso, os bancos teriam de elevar seus Capitais de Referência, o Patrimônio Líquido exigido das instituições para que

elas realizem suas operações, uma espécie de controle sobre a alavancagem e os riscos assumidos. Além disso, o que levaria os tomadores de empréstimos imobiliários *subprime* a aceitar as elevadas taxas, que poderiam levá-los a perder seus imóveis e os valores pagos no futuro?

Para solucionar esses problemas, as instituições financeiras adotaram uma série de medidas e contaram com a inércia dos órgãos reguladores norte-americanos. Primeiramente, para elevar a classificação dos financiamentos concedidos, resolveu-se substituir o julgamento dos analistas pela frieza dos modelos estatísticos. Isso favoreceu a nota de avaliação dos créditos *subprime* pela seguinte razão: o passado era positivo! Ou seja, os dados históricos utilizados para prever a inadimplência dos contratos, originados nas épocas de baixos juros e crescimento econômico, mostravam que os adquirentes conseguiam manter o nível necessário de renda e pagavam as prestações em dia (CARDIM DE CARVALHO, 2008).

Esse fato apoiava-se em dois pressupostos defendidos ferrenhamente pelos teóricos neoliberais: a racionalidade dos modelos matemáticos e os benefícios da auto-regulação. Durante os anos 1980 e 1990, tornou-se comum acreditar que era possível prever com exatidão os comportamentos possíveis com base em dados históricos. Obviamente, os modelos estatísticos são de grande valia, desde que apoiados numa abrangente base de dados e num grande número de variáveis. Esse foi exatamente o problema dos modelos utilizados pelos bancos: o passado no qual ele se apoiou era muito reduzido e não mostrava com exatidão a inadimplência histórica real.

A auto-regulação, por sua vez, foi possível graças às mudanças na legislação de supervisão bancária e ao enfraquecimento dos órgãos responsáveis por executá-la. Em virtude disso, as instituições financeiras tiveram liberdade para classificar elas próprias seus ativos de risco, utilizando as “infalíveis técnicas quantitativas”.

O primeiro problema de classificação foi superado, reduzindo as necessidades de Capital de Referência das empresas que concediam os empréstimos. Agora, seria necessário comercializar esses financiamentos, convencendo os tomadores de que eles poderiam pagar as prestações das confortáveis casas que estavam comprando. Uma série de fatores contribuiu para isso, desde as agressivas políticas remuneratórias dos bancos e das corretoras até a ingenuidade dos adquirentes.

Primeiramente, as corretoras imobiliárias, responsáveis por vender os imóveis, não mantêm uma relação duradoura com os tomadores de empréstimos (EICHENGREEN, 2008a). Em função disso, sua preocupação única é realizar a venda, por meio da assinatura do contrato, e repassar o empréstimo para o banco ou a sociedade de crédito imobiliário. Por essa razão, eles não se preocupam em informar adequadamente os adquirentes sobre as condições de seu financiamento, nem em transmitir as informações aos bancos com o máximo de precisão.

As características dos tomadores de financiamentos imobiliários *subprime* é outro fator que permitiu a comercialização desses créditos com taxas elevadas. Sendo pessoas mais humildes, muitas vezes faltava-lhes instrução para saber como agir ao realizar a compra e as posteriores hipotecas de seus imóveis. Essa ingenuidade foi aproveitada pelos bancos e pelas sociedades corretoras e hipotecárias norte-americanas, que ofereciam “condições especiais” de crédito.

A verdade é que os juros cobrados dos tomadores eram crescentes e variavam de acordo com a taxa de juros do FED. Dessa forma, inicialmente, os adquirentes pagavam parcelas menores do que os juros efetivamente cobrados, o que caracterizava a “amortização negativa” (EICHENGREEN, 2008b). Em seus resultados, porém, as instituições financeiras mostravam grandes lucros. Além disso, os novos “proprietários” eram incentivados a hipotecar seus imóveis, em virtude da valorização experimentada no período. Dessa forma,

eles tomavam novos empréstimos, quitavam os anteriores e ainda lhes sobrava dinheiro para consumir. Com isso, o endividamento continuava a crescer, apoiado no “boom” imobiliário.

Tudo isso foi incentivado pelas políticas salariais dos bancos e das sociedades hipotecárias, que incentivavam seus gestores a assumirem riscos, atrelando suas remunerações ao número de financiamentos concedidos.

Como se pôde observar, nos últimos anos antes da crise, o setor imobiliário norte-americano experimentou uma grande expansão. As linhas de crédito *subprime* configuraram-se como uma nova fronteira de investimentos, que foi explorada fortemente pelas instituições do sistema financeiro dos EUA. Apoiado numa fraca regulação e em modelos estatísticos viesados, o sistema norte-americano expandiu o crédito *subprime* para canalizar seus abundantes recursos. Além disso, as condições especiais de financiamento, a falta de ética e as políticas remuneratórias de corretoras hipotecárias, sociedades de crédito imobiliário e bancos, alimentadas pela ingenuidade de adquirentes e pela busca de elevadas margens de lucros, facilitaram o crescimento setorial.

Alguns fatores contribuíram ainda mais para o boom imobiliário e para a posterior explosão da inadimplência e eclosão da crise. Como será analisado a seguir, a situação econômica mundial dos dez anos entre 1996 e 2005 contribuiu diretamente para a expansão do crédito nos EUA. Outro fato importante é que o uso de modernos instrumentos financeiros derivativos, propiciado pela desregulação setorial narrada anteriormente, permitiu a transferência dos riscos do mercado imobiliário *subprime* norte-americano para diversas instituições em todo o mundo. Dessa forma, simultaneamente, espalharam-se explosivos por todo o globo e conseguiram-se novos recursos para comprar outras bombas, tornando evidente que, alguma hora, tudo poderia vir abaixo.

3.2. Juros Baixos e Muitos Recursos

Durante esse período de crescimento acelerado, dois outros fatores também merecem destaque, estando diretamente ligados à expansão imobiliária. Na década de 1990 e no início dos anos 2000, o Sudeste Asiático era uma das regiões que mais cresciam em todo o mundo (fato que ainda é uma realidade). Em função disso (e explicando também), a China e os Tigres Asiáticos recebiam muitos investimentos externos, principalmente do Japão e dos EUA . Com produções voltadas para a exportação, esses países passaram a gerar grandes riquezas e a reinvestir grande parte delas internamente.

Durante o biênio 1997-1998, entretanto, uma grave crise atingiu aquele continente, originada no mercado de câmbio daquelas nações e afetando diretamente seus balanços de pagamentos e dívidas externas. Em função disso, mesmo após a recuperação econômica local, as populações e instituições daqueles países reduziram os investimentos na economia interna. Culturalmente avessos ao risco e poupadores, eles passaram a aumentar suas reservas de dólares, comprando títulos do governo americano (EICHENGREEN, 2008b), apesar das baixas taxas de remuneração que serão estudadas adiante. Diante disso, houve uma mega injeção de recursos, originados no exterior, na economia americana, o que reduziu significativamente os custos dos empréstimos. Dessa forma, o crédito ao consumidor foi facilitado enormemente, permitindo que os norte-americanos endividassem-se muito acima de seus limites reais, o que propiciou a continuidade do crescimento dos EUA, puxando consigo a economia mundial.

Para muitos, essa relação existente entre a nação norte-americana e a China, o Japão e outros Tigres Asiáticos seria um “Bretton Woods 2 Informal” (RICUPERO, 2008). Nesse modelo, os países do sudeste da Ásia produziriam a baixos custos e, posteriormente, exportariam para os EUA, produtos manufaturados. Em troca, as centenas de bilhões de dólares de superávit comercial asiático seriam destinadas à compra de títulos públicos norte-

americanos, garantindo assim o equilíbrio das contas desse país e os recursos necessários para que a população americana continuasse tomando crédito e consumindo os produtos importados e aqueles produzidos localmente. Isso garantiria o crescimento econômico da China, de outros países asiáticos e dos EUA, mas também do restante do mundo, inserido na cadeia produtiva das mercadorias fabricadas.

Além dessa injeção de recursos, entretanto, outro fator contribuiu diretamente para o boom imobiliário e de consumo norte-americano: as baixas taxas de juros praticadas pelo FED. Se na década de 1990, as taxas já tinham se mantido em patamares baixos (comparativamente à década de 1980), de cerca de 5%, do final de 2001 a 2004, essa remuneração foi reduzida ainda mais, mantendo-se na casa de 1,5% (*Federal Reserve*, 2009). Essa redução brusca foi originada por duas razões: o estouro da bolha das empresas de alta tecnologia e o medo de uma crise global gerado pelos ataques terroristas a Nova York e Washington.

No final de 2000, o preço das ações das empresas de alta tecnologia despencou. O que ocorreu foi que, nos anos anteriores, esses papéis valorizaram-se excessivamente, ocasionando a formação de uma bolha setorial. De dezembro de 1997 a agosto de 2000, por exemplo, o índice *Nasdaq* apresentou uma valorização de, aproximadamente, 200%. Desse último mês até março de 2001, essa carteira perdeu cerca de 50% de seu valor. Em função disso, o consumo das famílias norte-americanas caiu significativamente, devido às restrições de crédito e à queda do valor do patrimônio.

Para combater uma possível recessão, o FED reduziu sua taxa básica de juros, de março de 2001 a agosto do mesmo ano, em 225 pontos base (*Federal Reserve*, 2009). Isso já permitiu uma sensível melhora no PIB norte-americano. Em setembro do mesmo ano, porém, os ataques terroristas aos EUA levaram terror aos mercados e trouxeram de volta o risco de uma séria recessão. Mais uma vez, o Federal Reserve utilizou a política monetária para injetar

liquidez na economia e evitar a queda do produto e o aumento do desemprego. De setembro de 2001 a janeiro de 2002, a instituição cortou a remuneração de seus títulos em mais 125 pontos.

Essa medida expandiu os investimentos privados na economia norte-americana, o que permitiu a recuperação da produção e a superação dos riscos gerados. Nesse período, o crédito para consumo e para a compra de imóveis cresceu enormemente. A combinação de recursos abundantes e baixos juros fez com que o endividamento da população americana atingisse níveis muito elevados. O crescimento econômico e a valorização imobiliária, entretanto, mascaravam e eram incentivados por essa situação. Dessa forma, um ciclo formou-se: quanto mais as pessoas tomavam empréstimos, mais consumiam, mais a economia crescia, mais pessoas podiam tomar empréstimos, mais os imóveis se valorizavam e mais as pessoas podiam consumir.

Nesse contexto, caso o FED tivesse elevado a taxa de juros, poderia ter combatido a expansão do crédito e impedido a formação dessa bolha. Mesmo reduzindo o ritmo de recuperação, essa medida poderia trazer benefícios no futuro. No entanto, isso não foi feito, e os juros mantiveram-se em patamares muito baixos entre o final de 2001 e 2004, próximos a 1,5%. Dessa forma, a supervalorização imobiliária teve terreno fértil para ocorrer e o mercado de hipotecas expandiu-se largamente.

Segundo Leamer (2007), das dez crises norte-americanas posteriores à Segunda Guerra Mundial, oito foram precedidas de problemas no mercado de crédito imobiliário e para o consumo. E essa era a situação que estava se desenhando agora. O ciclo dos financiamentos para a compra de imóveis havia atingido seu topo e o valor das hipotecas havia chegado a patamares nunca antes vistos. O problema era que o equilíbrio dessa situação dependia de baixos níveis de inadimplência, o que, por sua vez, dependia da manutenção de baixas taxas

de juros pelo FED, visto que os empréstimos *subprime*, de alto risco, tinham taxas variáveis atreladas às *FED Rates*.

Como se pôde observar, as condições para o término do ciclo estavam formadas e não havia como escapar do colapso. A qualquer momento, o *Federal Reserve* teria de elevar sua taxa básica, o que acarretaria no aumento da inadimplência e no estouro da bolha. Entretanto, caso ele o tivesse feito anteriormente, teria evitado um boom tão exacerbado. Analogamente, seria como cortar uma das asas de um pássaro enquanto ele estivesse pousado, para não precisar retirar as duas enquanto ele estivesse voando. Obviamente isso traria problemas, mas seriam menores do que os que agora estão sendo enfrentados.

É importante lembrar, entretanto, que não foi essa a causa principal da crise. Segundo Eichengreen (2008a), caso o sistema de supervisão e regulação dos mercados financeiro e imobiliário fossem mais rígidos, os valores dos empréstimos e das hipotecas seriam muito menores. Bancos e sociedade hipotecárias não poderiam atuar livremente no mercado *subprime* e teriam de manter níveis de Patrimônio de Referência mais elevados. Além disso, a alavancagem das instituições seriam menores, o que reduziria os possíveis prejuízos, que agora se tornaram uma realidade. Resumindo, “problemas financeiros devem ser solucionados por instrumentos financeiros, e os macroeconômicos, por instrumentos macroeconômicos” (EICHENGREEN, 2008b, p. 4). Dessa forma, é possível visualizar nos baixos juros praticados pelo FED entre 2001 e 2004 uma das causas da crise, mas não foram eles os responsáveis pelo colapso que está sendo presenciado.

Para que toda essa engrenagem de empréstimos de alto risco e elevada alavancagem funcionasse, porém, as instituições financeiras precisariam utilizar sua criatividade para criar instrumentos financeiros que azeitassem o sistema. Diante disso, surgiram diversos derivativos e mecanismos de securitização de créditos, que, aparentemente, reduziam os

riscos das organizações e permitiam que elas continuassem atuando. Esse será o tema do próximo tópico.

4. A Crise e as Inovações Financeiras

“Derivatives are financial weapons of mass destruction”, Warren Buffet

Para que as instituições financeiras continuassem concedendo e expandindo o mercado de crédito imobiliário, diversas inovações tiveram de surgir no sistema. A primeira delas, que já foi apresentada anteriormente, refere-se a um mecanismo de convencimento para a concessão de financiamentos com taxas elevadas. Os tomadores de crédito *subprime*, por terem maiores chances de inadimplência, configurando-se como uma operação de mais alto risco, teriam de aceitar pagar taxas de juros mais elevadas. Isso, entretanto, não seria conseguido facilmente, pois, devido a essas condições, os adquirentes de imóveis procurariam habitações mais baratas ou deixariam de contratar o crédito.

Para convencê-los, duas inovações tornaram-se comuns no sistema habitacional americano: as amortizações negativas e as taxas hipotecárias ajustáveis. Ambas estão intimamente relacionadas, mas constituem instrumentos diferentes. A primeira delas permite que os juros efetivamente pagos pelos devedores sejam menores do que os que estão sendo cobrados. Ou seja, para um principal de US\$ 500 mil e uma taxa mensal de 0,3%, que resultaria em um juro de US\$ 1,5 mil ao mês, a instituição cobraria menos do que esse valor, por exemplo US\$ 1 mil, somando a diferença (US\$ 500) ao antigo principal. Esse instrumento não avalia isso como inadimplência ou atraso, pois os juros são apropriados pelo banco e entram no resultado da organização.

A outra inovação são as chamadas *Adjustable-Rate Mortgages* (ARM), as hipotecas cujos juros são variáveis ao longo do tempo (Bordo). Isso fazia com que as taxas cobradas inicialmente fossem muito baixas, elevando-se com o passar do tempo. Dessa forma, os adquirentes, muito antes de quitarem seus imóveis, hipotecavam-nos, pagando o passivo anterior e voltando às baixas taxas iniciais. Com isso, aproveitando-se da valorização dos

imóveis, os devedores eram estimulados a realizarem novas hipotecas, com principais ainda maiores.

Apenas esses instrumentos, entretanto, não seriam suficientes para solucionar os problemas dos bancos, pois, apesar de classificados como de baixo risco, o que exigia pequenas provisões, eles ainda alavancavam os balanços das instituições. Seria necessária uma nova criação para retirar esses ativos das demonstrações, ou para, pelo menos, zerar seus efeitos sobre a alavancagem. Isso foi conseguido por meio de outros instrumentos: os *Mortgage Backed Securities* (MBS), os *Collateralized Debt Obligations* (CDO) e os *Credit Default SWAPS* (CDSs).

Os dois primeiros transferiam os riscos das hipotecas *subprime* para contrapartes dispostas a assumi-los (EICHENGREEN, 2008b). Ou seja, em troca de um percentual da taxa cobrada dos devedores, bancos de investimento, *hedge funds* e outras instituições compravam MBSs e CDOs, assumindo o dever de pagar as parcelas caso os tomadores de empréstimos inadimplissem. Esses mecanismos de securitização eram benéficos para as duas partes, pois os bancos comerciais, que realizavam as operações de crédito por meio das sociedades hipotecárias, poderiam retirá-las de seus ativos, reduzindo sua alavancagem (SOBREIRA, 2008), enquanto as contrapartes poderiam participar indiretamente do mercado imobiliário. Seria uma espécie de “revenda dos empréstimos” imobiliários concedidos.

Os CDSs, por sua vez, são derivativos de crédito que funcionam de maneira análoga aos MBSs e CDOs. A diferença se dá na operacionalização contábil do instrumento. Enquanto os seguros significariam a “venda” de um ativo, os CDSs seriam a comercialização de um derivativo, que anularia eventuais perdas nos empréstimos concedidos. Em ambas as situações, entretanto, as instituições financeiras atingiriam seu objetivo, que era reduzir sua alavancagem, o que lhe permitiria continuar atuando no mercado hipotecário norte-americano sem que a exigência de Capital de Referência fosse elevada. Dessa forma, os bancos poderiam

conceder empréstimos quase que indefinidamente, pois venderiam derivativos que cobririam eventuais perdas, o que “zeraria” o risco de crédito das operações.

Essas, porém, não foram as únicas inovações criadas pelo sistema financeiro para aproveitar o boom do crédito imobiliário. Os próprios bancos comerciais tinham interesse em comprar MBSs, CDOs e CDSs originados em outras instituições. Isso, no entanto, elevaria novamente sua alavancagem. Para solucionar esse problema, dois novos mecanismos surgiram, os *Structured Investment Vehicles* (SIVs) e *Conduits*. Essas ferramentas são, na verdade, novas pessoas jurídicas, espécies de fundos hedge, cujos ativos ficam fora do balanço das instituições criadoras (EICHENGREEN, 2008a). Com pouquíssimo capital, em relação aos riscos assumidos, essas “instituições” tinham graus de alavancagem muito elevados. Dessa forma, um novo mercado, fora da supervisão e regulação das entidades de controle dos EUA, nascia “dentro” do mercado tradicional de bancos comerciais.

Esse novo segmento obscuro ficou conhecido como *Shadow Banking System*. De acordo com Farhi *et al* (2008),

O termo (...) inclui o leque de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Nesse leque enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes, os hedge funds, os fundos de pensão e as seguradoras. (...) Esta definição contém um elemento implícito que é importante sublinhar: as instituições financeiras do *Shadow Banking System* não estão sujeitas às normas dos Acordos de Basiléia, as quais no caso norte-americano só se aplicam aos grandes bancos universais com operações internacionais.

Nesse sistema, além das instituições estarem fora do “guarda-chuva regulador” do FED e da *Securities and Exchange Commission* (SEC), as operações são realizadas num mercado de balcão (EICHENGREEN, 2008a). Dessa forma, as exigências de margem e garantias são mínimas ou, na maioria dos casos, desprezadas, o que eleva ainda mais os riscos das operações. Outro fator que eleva os problemas desse sistema paralelo é o fato de a liquidez dos contratos ser reduzida. Isso ocorre pois, sendo fechados diretamente entre as duas partes, eles têm características de um negócio *taylor made*, ou seja, feito exatamente de

acordo com as preferências das duas partes. Com isso, torna-se muito mais difícil comercializá-lo posteriormente.

Nesse contexto, um novo problema surgiu para as instituições do *Shadow Banking System*: com pouco capital próprio, como elas poderiam financiar a compra desses seguros e derivativos de longo prazo? A solução encontrada foi as operações de curtíssimo prazo do mercado interbancário (SOBREIRA, 2008; EICHENGREEN, 2008b). Como os bancos comerciais tinham de remunerar os depósitos dos correntistas, eles precisavam colocar esses fundos no mercado, e a demanda era proveniente dos bancos de investimento e demais instituições desse sistema paralelo. O grande problema, porém, era que os CDOs, MBSs e CDSs comprados tinham prazos muito longos, pois estavam atrelados a operações de crédito imobiliário, que duravam até 30 anos. Em contrapartida, o financiamento dos bancos tinha vencimento muito curto, portanto, caso o mercado interbancário congelasse, com a brusca elevação das taxas, muitos prejuízos teriam de ser assumidos.

Para tornar a situação ainda mais complexa, as instituições que compravam os seguros e os derivativos de crédito, criavam, elas próprias, novos instrumentos para repassar seus riscos e reduzir sua alavancagem. Dessa forma, o risco espalhou-se por todo o sistema financeiro global, pois bancos europeus e asiáticos, fundos de pensão e outras instituições internacionais compraram essas “bombas-relógio”. Isso evidencia uma situação bastante irracional: como as instituições do *Shadow Banking System* e, pior, do sistema financeiro internacional, poderiam saber ao certo qual seria o risco de inadimplência de adquirentes de imóveis do interior dos Estados Unidos?

A questão é que isso não era sabido e as sociedades hipotecárias e bancos americanos reduziram suas preocupações com os pagamentos das parcelas e as concessões de empréstimos, visto que outras instituições arcariam com eventuais prejuízos (EICHENGREEN, 2008a). No entanto, eles se esqueceram dos riscos das contrapartes dos

negócios (FARHI *et al*), que também deveriam ser levados em conta, pois, caso a última ponta desse emaranhado complexo não pudesse honrar seus compromissos, todas as instituições envolvidas sofreriam baixas contábeis, até que o banco originador do crédito não recebesse o pagamento esperado.

No entanto, se os compradores não conheciam os reais riscos de crédito envolvidos, o que os levou a comprar esses seguros e derivativos? Caso eles soubessem que se tratava de empréstimos imobiliários *subprime*, evidentemente deixariam de comprá-los ou, ao menos, reduziriam suas exposições a eles. Nesse momento, as agências de *rating* ganham importância. Como os órgãos reguladores permitiram que as próprias instituições financeiras se auto-regulassem, eram elas quem dizia o grau de risco de seus ativos. Para reduzir o grau de alavancagem, entretanto, era necessário que o risco percebido fosse pequeno. Diante disso, as agências de classificação tiveram grande papel na crise (EICHENGREEN, 2008a).

Na disputa por clientes, ganhava a agência que prestasse os “melhores serviços”, ou seja, aquelas que conseguiam dar as melhores notas aos papéis analisados. Para tanto, essas organizações auxiliavam os bancos comerciais e universais e os inseridos no *Shadow Banking System* a montar pacotes de ativos para que os seguros e derivativos recebessem classificação AAA, o que representaria baixíssimo risco para os compradores, garantindo mercado (EICHENGREEN, 2008a). Para tanto, hipotecas *prime* eram misturadas a outras *subprime*, “reduzindo” os riscos gerais. Além disso, como já se disse, os modelos estatísticos de avaliação favoreciam a boa classificação dos ativos.

Mas o que teria permitido que os bancos atuassem tão livremente? Como o sistema financeiro norte-americano ganhou tanta força, a ponto de poder auto-regular-se e realizar atividades tão eticamente contestáveis?

5. Cuidado! Bancos à Solta.

De acordo com Ricupero (2008),

Em 1980, o estoque financeiro no mundo – compreendendo os depósitos bancários, os títulos de dívida privada, de dívida governamental e participações acionárias – era de 10 trilhões de dólares, mais ou menos equivalente ao valor do Produto Interno Bruto (PIB) mundial daquela época. Em 2006, ele passara a 167 trilhões de dólares, quase quatro vezes o produto mundial!

Essa expansão maciça dos meios de pagamento e dos ativos financeiros estava diretamente relacionada ao fortalecimento do setor financeiro norte-americano, à diminuição do controle e regulação sobre as operações desse sistema e à globalização, sustentada tanto pela liberalização comercial quanto pela de capitais.

Desde o final da Segunda Guerra Mundial, as lembranças da Grande Depressão da década de 1930 foram se enfraquecendo (EICHENGREEN, 2008b) e os setores econômicos produtivo e financeiro fortaleceram-se. Entretanto, enquanto o primeiro encontrou limitações naturais relacionadas ao crescimento real da economia mundial, não conseguindo ir além da abertura dos mercados internacionais, o segundo, utilizando toda a criatividade e imaginação possíveis, criou diversos instrumentos financeiros complexos e expandiu o crédito largamente, como pode ser percebido pelos dados apresentados anteriormente.

Isso, entretanto, não foi suficiente, e a reprodução maciça de capitais exigia novas mudanças para que o setor bancário privado pudesse continuar seu crescimento. Como foi apresentado no terceiro tópico desse trabalho, a primeira saída foi a supressão dos rígidos mecanismos de controle e supervisão, criados como resposta às causas da Grande Depressão. Sem a *Regulation Q* e o *Glass-Steagall Act*, as instituições financeiras norte-americanas puderam atrair mais recursos para o sistema e aplicá-los de maneira mais arriscada, em novos mercados que surgiam.

Paralelamente, espelhando-se na abertura comercial dos anos 1990, as instituições passaram a pressionar o Governo Americano para que, ele próprio, “erguendo o estandarte do

livre comércio e da abertura dos mercados”, lutasse pelo livre fluxo de capitais entre os países. Então, o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos e o Fundo Monetário Internacional, defensores das políticas neoliberais e do tão propalado Consenso de Washington, passaram a condicionar os empréstimos e os pacotes de ajuda financeira internacional aos países à liberalização dos fluxos de entrada e saída de recursos (RICUPERO, 2008).

Mas como esse setor teria conseguido exercer uma pressão to grande sobre o governo mais poderoso do mundo? Mais uma vez, um ciclo ajudará a compreender esse fenômeno. Em 1980, cerca de 10% dos lucros corporativos dos EUA haviam sido gerados pelos bancos (RICUPERO, 2008). Com o afrouxamento dos instrumentos regulatórios, a criação de novos mecanismos e a posterior abertura do mercado internacional, a “globalização financeira”, esse poder das instituições financeiras cresceu significativamente e, quanto mais poderosa ficavam, mais podiam exigir e pressionar o governo americano. Até que, em 2007, ano de “inauguração da crise”, aquele percentual atingiu 40%, uma fatia impressionante considerando que apenas 5% dos empregos eram gerados por este sistema (RICUPERO, 2008).

Diante desse crescimento, muitas vozes levantaram-se, clamando por maior regulação sobre o sistema financeiro norte-americano. No entanto, temendo a redução das oportunidades de negócio e fazendo uso do discurso de liberdade e auto-regulação, as instituições financeiras, apoiadas por nomes como Alan Greenspan (RICUPERO, 2008), resistiram às investidas e continuaram agindo livremente, alavancando-se cada vez mais, realizando operações cada vez mais arriscadas e espalhando o risco por todo o mercado financeiro global.

O fortalecimento do setor financeiro e a pressão exercida por ele sobre o governo são outro ciclo que ajuda a entender, sob um ponto de vista político-ideológico, a crise econômica mundial. Resta ainda, porém, um último ciclo, mais famoso e estudado do que os anteriores.

6. Os Ciclos Econômicos e a Crise Atual

A Teoria dos Ciclos Econômicos, ou Ciclos de Negócios, também auxilia na compreensão e análise da crise econômica que atingiu a economia mundial. No entanto, é preciso diferenciar um ciclo verdadeiro, com ritmo e regularidade bastante altos (CARDIM DE CARVALHO, 1988), de uma simples oscilação natural na economia, visto que, obviamente, nem um crescimento nem uma queda poderia durar para sempre. Em função disso, um rápido Referencial Teórico sobre a Teoria dos Ciclos será apresentado para que, então, seja possível analisar a crise atual com um olhar científico.

6.1. *Correntes, Abordagens, Tipos e Fases – A Teoria dos Ciclos*

O estudo dos ciclos econômicos teve início na segunda metade do Século XIX, quando cientistas econômicos intrigaram-se com uma certa regularidade e ritmo existente na atividade econômica de uma região ao longo do tempo. Apesar de indicar um movimento oscilatório, os diferentes intervalos entre os vales dificultavam uma análise unificada e os estudos sobre o fenômeno foram feitos de maneira dispersa por diferentes cientistas.

Nesta fase inicial, era possível identificar duas correntes nesse campo de estudo: os empiristas e os teóricos. Do primeiro lado, estavam os estatísticos econômicos, mais preocupados com a identificação e descrição dos ciclos do que com sua explicação (CARDIM DE CARVALHO, 1988). De outro lado, havia os teóricos dos ciclos, que desejavam encontrar o princípio causador daquele fenômeno, o qual deveria estar presente em todas as ondas identificadas pelos estatísticos.

Além dessa divisão por correntes, no estudo dos ciclos também havia duas abordagens distintas. Uma delas enxergava o movimento cíclico como algo inerente a uma economia capitalista. Para os defensores dessa abordagem, segundo CARDIM DE CARVALHO (1988), “Ciclos não começam a partir de estados ‘normais’ de comportamentos em *steady-state*. Ciclos são a normalidade”. Dessa forma, continuamente, a economia estaria oscilando,

experimentando fases de crescimento, prosperidade e declínio. Os teóricos dessa abordagem atribuíram a causa dos ciclos à própria economia capitalista, preocupando-se mais em analisar a periodicidade dos ciclos, algo que daria um poder preditivo aos economistas.

Já a outra abordagem, preocupou-se em descobrir as causas dos ciclos. Para esses teóricos, seria errado falar num movimento cíclico perpétuo. Para eles, o que ocorria era um sistema de propagação, em que uma variável externa era responsável por produzir uma ou várias ondas subsequente, até que o efeito dessa mudança fosse totalmente absorvido e a economia retornasse a um *steady-state*. Ao longo desse processo de absorção do choque, a economia enfrentaria fases de crescimento e retração, o que modelaria a (ou as) onda(s) (CARDIM DE CARVALHO, 1988).

O modelo mais influente baseado nessa abordagem é o do austríaco Joseph Schumpeter, que considerou as inovações tecnológicas como sendo as variáveis externas geradoras dos choques. Segundo a teoria da destruição criativa, quando uma nova tecnologia, ou algo inovador, capaz de gerar mudanças em todo o sistema, surgisse, a estrutura econômica inicial entraria em crise, até que a inovação fosse totalmente absorvida, o que promoveria uma fase de recuperação e posterior estabilidade, até que uma nova tecnologia fosse implantada. Dentro dessa mesma abordagem de propagação, Friedman e Lucas criaram modelos atribuindo às políticas monetárias governamentais a responsabilidade pelos choques externos.

Além dessa divisão em correntes e abordagens, também é possível identificar, na teoria dos ciclos, diferentes tipos de fenômenos estudados. Schumpeter organizou a classificação dessas espécies cíclicas, de acordo com os cientistas que as propuseram e com suas periodicidades (SCHUMPETER, 1982):

- Os ciclos de inventários de Kitchin ocorreriam de 3 a 5 anos;
- Os ciclos de investimentos em capital fixo de Juglar durariam de 7 a 11 anos;

- Os ciclos de Kuznets, relacionados aos investimentos em infraestrutura, levariam de 15 a 25 anos;
- As longas ondas tecnológicas de Kondratiev ocorreriam entre 45 e 60 anos.

O austríaco Schumpeter, cujo ciclo de negócios proposto está relacionado ao de Juglar, foi além em seus estudos e dividiu os ciclos em fases. A partir de uma crise inicial; ocorreria uma recessão ou depressão, que seria a fase de queda acentuada e contínua nas atividades econômicas; posteriormente, a economia entraria em recuperação, que seria a fase de início do novo ciclo, quando a economia iniciaria a retomada do crescimento; então, haveria a fase de expansão e prosperidade, quando a situação econômica continuaria sua melhora por um período mais longo; por fim, uma nova crise atingiria os setores produtivos e financeiros, sinalizando o final do ciclo e ligando-se à fase de recuperação da nova onda (SCHUMPETER, 1982).

6.2. A Crise como uma Onda...

Tentar explicar a crise atual com base nas diversas correntes e estudos teóricos sobre os ciclos é uma tarefa difícil. Isso ocorre, não pela incapacidade daquelas análises em compreender e justificar o fenômeno atual, mas pela grande diversidade de estudos sobre os ciclos. Tornando ainda mais difícil essa tarefa, há outro fator: o colapso econômico parece se relacionar diretamente com muitos desses estudos. Em função disso, apresentar-se-ão superficialmente algumas justificativas, baseadas nas teorias de nomes como Marx, Keynes e Friedman. Posteriormente, trabalhar-se-ão de maneira mais aprofundada as análises de Minsky, que debateu a relação entre as baixas taxas de juros e a elevação do endividamento e dos riscos (DEOS, 2008), e de Leamer, para quem as oscilações no setor de habitação são os próprios ciclos.

Primeiramente, a definição de ciclos econômicos para Burns e Mitchell será trabalhada. Para tais cientistas, o que diferenciava um ciclo de uma simples oscilação era o

fato de, no primeiro, a economia ser atingida como um todo. Outro ponto importante da definição apresentada por eles é que não poderia haver um ciclo dentro de outro, ou seja, o início de uma recessão geral significaria, obrigatoriamente, o término da onda anterior. Com base nessas informações, podemos dizer que o colapso atual sinalizaria o fim de um período anterior de prosperidade e que, futuramente, uma recuperação tomará forma. Além disso, visto que a crise atingiu todos os setores de quase toda a economia mundial, não estaríamos diante de uma simples oscilação, mas de um movimento cíclico.

Para Marx, os ciclos econômicos seriam inerentes ao próprio sistema capitalista. Para o pensador alemão, as ações governamentais não poderiam impedir a ocorrência das recessões, mas apenas atrasá-la. Analogamente, isso seria o mesmo que aprisionar a força cíclica, fazendo com que, cada vez, ela tentasse se libertar com mais força. Diante disso, quando, finalmente, a crise ocorre, seus efeitos são muito mais avassaladores, pois vieram sendo mitigados ao longo de anos. Essa explicação ajudaria a compreender a força do colapso atual, principalmente ao levarmos em conta as políticas monetárias do governo americano para impedir a recessão em 2001, como foi apresentado no subitem 4.2.

Na década de 1930, após a Grande Depressão, John Maynard Keynes apresentou uma série de estudos que revolucionou o pensamento macroeconômico. Para Keynes, os ciclos também seriam inerentes ao sistema, frutos da tentativa do mercado de alcançar o pleno emprego. Segundo o autor, o produto real oscilaria em torno do produto de pleno emprego, crescendo quando estivesse abaixo dele (fases de recuperação e prosperidade) e diminuindo quando o ultrapassasse (crise e depressão). Mais importantes do que essa justificativa foram as políticas anticíclicas formuladas pelo economista para evitar tal movimento, ações que permitiram que a economia global livrasse-se da Depressão dos anos 1930 e que foram replicadas atualmente, com muito mais urgência e rapidez.

Os estudos de Friedman e de autores da Escola Austríaca também auxiliam a compreender a atual crise. Para eles, os ciclos são decorrentes das políticas monetárias governamentais, vistas por Keynes como um fator anticíclico. De acordo com aqueles, quando os governos mantêm os juros artificialmente baixos, o endividamento da população e das empresas cresce fortemente. Isso levaria a uma recessão, que seria um mal necessário, quando os juros tornassem a subir. Para evitá-la, entretanto, os governos facilitam ainda mais as condições de crédito. Em função disso, quando a crise não pode mais ser evitada, uma depressão profunda toma forma, muito mais forte do que a que foi evitada.

Esse pensamento assemelha-se, como se pode observar, ao de Marx, apesar da enorme diferença ideológica entre tais autores. Essa explicação também ajuda a compreender o fenômeno atual, pois, durante a década de 1990, os juros do FED foram mantidos em patamares baixos e precisariam ser aumentados no início do século XXI. Com o estouro da bolha das empresas de alta tecnologia e os ataques terroristas em 2001, entretanto, as taxas caíram ainda mais, de maneira artificial. Diante disso, evitou-se uma recessão, mas alimentou-se a depressão que agora atinge toda a economia global.

Todos esse estudos citados apresentam explicações possíveis para a crise atual. Dois outros autores, entretanto, parecem ter conseguido compreender o fenômeno de maneira ainda mais precisa. O primeiro deles é Minsky que, apesar de ter apresentado suas análises muito antes do colapso atual, descreveu com maestria o fenômeno. Segundo o economista keynesiano, os ciclos são inerentes ao sistema e se iniciam nos períodos de recuperação, após ondas anteriores. Nessa fase, os agentes ainda estão receosos e assumem posições cautelosas, chamadas de *hedge*. À medida que os lucros vão se elevando e as oportunidades de investimentos de baixo risco tornam-se escassas, as instituições passam a aumentar sua alavancagem e a assumir posições especulativas (DEOS, 2008) e para se financiar elas tomam

capitais de mais curto prazo. Isso acelera ainda mais o crescimento econômico, mantendo a economia numa fase de prosperidade.

Essa “postura financeira ultra especulativa” (DEOS, 2008) foi chamada por Minsky de posição Ponzi. Esses agentes confiam na contínua valorização dos ativos adquiridos, o que lhes permitirá refinarçar-se eternamente. “Para o autor, quanto mais longo o boom, mais a economia vai se fragilizando, pois cada vez mais estará dominada por posturas financeiras especulativas e Ponzi” (DEOS, 2008). Em decorrência disso, quando a situação de crescimento sofre uma pequena alteração, os efeitos são dramáticos, devido à multiplicação pelo grau de alavancagem dos agentes envolvidos.

A teoria de Minsky auxilia muito na compreensão da crise atual como o início de um movimento oscilatório descendente. Ao longo dos últimos anos, a economia global passou por um período de grande crescimento e os agentes tiveram de se endividar e procurar investimentos de mais elevado risco. Instituições financeiras norte-americanas expandiram o crédito *subprime*, criaram instrumentos modernos e passaram a se financiar no curtíssimo prazo, utilizando o mercado interbancário. Quando a situação começou a se deteriorar todas estavam muito compromissadas (postura Ponzi) e os riscos haviam sido disseminados pelo sistema, o que provocou o início do colapso.

Em setembro de 2007, Leamer publicou um paper intitulado “Housing Is the Business Cycle”. Com base em dados das dez recessões enfrentadas pela economia dos EUA após a Segunda Guerra Mundial, o cientista identificou que 80% delas foram precedidas por problemas no setor imobiliário e de consumo. Com base nisso, o autor afirmou que o que existe são “ciclos de consumo, e não de negócios” (LEAMER, 2007). Para ele, o que determina as fases de crescimento e de queda do PIB é o consumo de bens duráveis, como os automóveis, e a aquisição de imóveis.

Sabe-se que o motor da economia americana é o consumo e o crédito que o alimenta, o qual chega a 120% do PIB norte-americano, valor que beira os 40% no Brasil. Nos EUA, grande parte do crédito provem das hipotecas imobiliárias, cujo valor atingiu US\$ 10 trilhões em 2006 (CARDIM DE CARVALHO, 2008). Esses empréstimos dependem da valorização imobiliária, pois, quando o preço das casas eleva-se, os proprietários hipotecam seus imóveis, quitando suas dívidas e tendo novos recursos para consumir. Diante disso, tanto o crescimento econômico quanto a retração estão diretamente relacionados ao consumo das famílias e, principalmente, à valorização imobiliária.

Tendo a crise se iniciado no sistema imobiliário dos EUA, com a expansão do crédito *subprime* e o forte boom do preço das residências, a explicação de Leamer mostra-se muito precisa. De fato, compreender o colapso como uma fase de um ciclo imobiliário é mais simples e racional do que vê-lo como parte do ciclo de negócios de Schumpeter.

Como se pôde analisar, os problemas econômicos atuais têm estreita relação com as diversas teorias dos ciclos. Ao longo do trabalho, entretanto, falou-se sobre muitos outros ciclos diretamente envolvidos no colapso dos setores imobiliário, financeiro e, posteriormente, produtivo. No próximo tópico, tentar-se-á resumir tais ciclicidades, o que concluirá esse projeto.

7. Conclusão – Ciclos e Mais Ciclos

Na conclusão desse trabalho, tentar-se-á resumir as diferentes ondas que criaram as causas da crise de 2007-2008, que não se resumem apenas àquelas inerentes à economia capitalista, ou àquelas originadas por mudanças exógenas. Tais movimentos, como se estudará, afetam a evolução do pensamento político-econômico e influenciam o fortalecimento e declínio de setores econômicos e de países.

O primeiro desses ciclos que será analisado é aquele que atinge o pensamento político-econômico dominante. Tomando por base o fim da Idade Média e a formação dos Estados Nacionais Modernos, ainda no século XV, é possível observar uma grande alternância entre governos mais autoritários e intervencionistas e governos democrático e liberais. Como exemplo, nota-se a predominância das monarquias absolutistas e do mercantilismo ao longo da Idade Moderna, governos que foram substituídos por democracias liberais após a era das revoluções. De maneira análoga, com a Grande Depressão de 1930, houve um novo fortalecimento do intervencionismo e do autoritarismo (esse último em algumas regiões), o que provocou o desenvolvimento de mecanismos regulatórios e do estado de bem-estar social. Com o passar do tempo, entretanto, o liberalismo voltou a dominar as práticas econômicas globais. Agora, com uma nova depressão atingindo a economia global, espera-se que esse ciclo continue a se manifestar e os governos tomem medidas para impedir o livre rumo das atividades empresariais.

Paralelamente a esse movimento no pensamento econômico, ocorre uma oscilação similar nos instrumentos de supervisão e regulação. À época da Grande Depressão da primeira metade do século XX, os mercados financeiros eram bastante desregulados, espelhando a crença geral da auto-regulação. Com a grave crise, porém, os governos criaram diversos mecanismos para controlar os investimentos, o endividamento e o fluxo de capitais entre as instituições. Como exemplo, há o Glass-Steagall Act e a Regulation Q nos EUA, que

foram apresentados no terceiro tópico desse trabalho. À medida que a crise foi sendo esquecida, no entanto, esses mecanismos foram sendo desprezados e suprimidos. Agora, porém, esse ciclo voltou a pender para o lado da supervisão e controle, o que deve fortalecer os instrumentos de regulação governamentais.

O último tópico do trabalho apresentou como a teoria dos ciclos econômicos poderia auxiliar na compreensão do atual colapso econômico global. Dois outros movimentos cíclicos ajudam a entender a fase de prosperidade que antecedeu a crise estudada. O primeiro refere-se ao ciclo de consumo, crédito e valorização imobiliária, trabalhados por Minsky (DEOS, 2008) e Leamer (2007). Ele se baseia na seguinte estrutura: quanto mais as pessoas consomem, mais a economia cresce, elevando-se a massa salarial e a oferta de crédito, o que continua a impulsionar o consumo. Nesse contexto, o boom imobiliário também ganha força, pois as pessoas passam a adquirir imóveis devido ao crédito barato e farto, valorizando as residências, o que permite que novas hipotecas sejam realizadas e mais recursos entrem no sistema, aumentando ainda mais os preços dos imóveis.

O segundo ciclo é o de capitais entre os EUA e as nações do Sudeste Asiático, como os Tigres, o Japão e, principalmente, a China. Estes países exportam mercadorias para aquele, aproveitando a explosão do crédito e do consumo. A entrada maciça de recursos precisa ter algum destino, mas a propensão à poupança e aversão ao risco são elevados entre as populações orientais. Diante disso, esses capitais são utilizados para comprar títulos da dívida americana, financiando os déficits comerciais dos EUA e injetando novos recursos nesta economia. Dessa forma, as taxas de juros podem ser mantidas baixas e o consumo e o crédito continuam sendo impulsionados. Com isso, maiores serão as exportações da China para os EUA, elevando a compra de títulos norte-americanos, o que demonstra a ocorrência de um movimento cíclico.

O último ciclo que foi apresentado nesse trabalho é o movimento de fortalecimento do setor financeiro norte-americano. Como trabalhado por Ricupero (2008), de 1980 a 2007, o percentual representado pelos lucros dos bancos norte-americanos saltou de 10% para 40% do total do resultado das empresas daquele país. Esse crescimento foi conseguido de modo circular, pois, quanto mais financeiramente poderosos ficavam, mais podiam pressionar por liberdades de atuação, o que lhes tornava ainda mais poderosos. Como foi trabalhado no tópico 5, segundo Ricupero (2008), essa seria a explicação ideológica para a crise estudada.

A principal questão, levantada desde a década de 30, é como amenizar estes ciclos e evitar a crise. Por mais que existam estudos, teorias e modelos, os agentes econômicos são seres humanos, que se comportam de acordo com sentimentos como ambição e medo. Nos tempos de bonança o medo vai se dissipando e a ambição crescendo, levando a um otimismo que muitas vezes mascara a realidade. A regulação serviria para moldar os excessos e estabilizar a economia, mas, infelizmente, a história nos mostra que os responsáveis pela regulação também relaxam quando o medo passa, tornando-se mais displicentes no momento que mais precisariam ser duros. Dessa forma, não seria nenhuma loucura prever que, 10 ou 20 anos após o aumento da rigidez regulatória sobre os bancos, que está sendo presenciada atualmente, a supervisão volte a esmorecer.

Ao mesmo tempo, os governos aparentemente respondem aos mesmos sentimentos e repetem padrões de comportamento do passado, mesmo que estes não tenham sido eficientes. Os bancos centrais ao redor do mundo estão mantendo medidas excessivamente expansionistas desde a eclosão da crise, fato que, segundo o economista canadense William White (2010) pode estar criando uma nova bolha e iniciando uma nova crise no futuro. Podemos estar tendo comportamento idêntico ao de 2001-2004, que colaborou para a eclosão da crise atual.

A conclusão que tiramos é que precisamos aprender com esta crise, assim como aprendemos com a de 1930. Infelizmente não conseguimos aprender tudo e evitar que a crise atual acontecesse, mas nada impede que agora possamos entender os fatores que criaram esta crise e evitar que ocorram crises semelhantes no futuro.

8. Referências Bibliográficas

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Effective Federal Funds Rate*. Federal Reserve, 2009.

BORDO, M. D. An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008. In: 12ª Conferência Annual do Banco Central do Chile sobre “Estabilidade Financeira, Políticas Monetárias e Papel dos Bancos Centrais. Santiago do Chile - Novembro – 2008.

CARDIM DE CARVALHO, F. Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos. In: Pesquisa Planejamento Econômico. Dezembro/1988, p. 741-764.

CARDIM DE CARVALHO, F. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira. Novembro – 2008.

DEOS, S. A Contemporaneidade de Minsky. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira. Novembro – 2008.

EICHENGREEN, B. *Thirteen Questions About the Subprime Crisis*. Não Publicado, Universidade da Califórnia, Berkeley (Janeiro - 2008), emlab.berkeley.edu/users~eichengr.

EICHENGREEN, B. *Origins and Responses to the Crisis*. Não Publicado, Universidade da Califórnia, Berkeley (Outubro - 2008), emlab.berkeley.edu/users~eichengr.

FARHI, M. *et Al.* A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira. Novembro – 2008.

FRIEDMAN, F. The Business Community's Suicidal Impulse. In: *Cato Policy Report*, Março/Abril 1999 – Vol. 21 – Nº. 2

LEAMER, E. E. *Housing is the Business Cycle*. In: <http://www.nber.org/papers/w13428>. *National Bureau of Economic Research*. Setembro – 2007.

MARTINEZ, Paulo. A Teoria das Elites. 1ª Ed. São Paulo: Scipione, 1997.

RICUPERO, R.; BRESSER-PEREIRA, L. C.; OCAMPO, J. A. e NASSIF, L. A crise internacional e seu impacto no Brasil. In: Estudos Avançados. V. 22, nº 64, 2008, p.185-214.

SCHUMPETER, Joseph A. Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SOBREIRA, R. Os Derivativos e a Crise de Crédito. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira. Novembro – 2008.

WHITE, William. *Why Central Banks' Policies Have Differed and Might Yet Differ Again?*. Não Publicado,. http://www.rbifirc.org.in/conf_papers/Conf_papers.htm, Reserve Bank of India. Fevereiro - 2010